

Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı: Türkiye'deki Uygulama Sürecinin Değerlendirilmesi

Inflation Targeting Approach: An Evaluation of the Application Process in Turkey

Assoc. Prof. Dr. Serdar Öztürk (Nevşehir University, Turkey)

Asst. Prof. Dr. Ali Sözdemir (Cumhuriyet University, Turkey)

Özlem Ülger (Nevşehir University, Turkey)

Abstract

As a result of many countries don't provide the achievement as regards the satisfaction of the price stability between 1970 and 1990, the other targets and the stability programs aimed at these targets were put away and price stability as a point target was put forward in this process. In this context, inflation targeting approach has been formed as providing price stability and the fight against the inflation after 1990s. The first application of inflation targeting approach by the New Zealand in 1990 affected The Central Bank of Republic of Turkey (CBRT), because of positive impacts on many countries such as developing and developed countries. The results of Inflation targeting approach that has been applied by many countries following New Zealand's experience are positive. Thus, CBRT explained to take place inflation targeting of the point target in monetary policy at the beginning of 2002. Because Turkey don't provide with the application set of the preconditions for this approach, CBRT decided to remove the elements that is restricting monetary policy and carried into practice "the implicit inflation targeting" until meeting this conditions. In the process of implicit inflation targeting approach, after the conditions related technical infrastructure was improved a new opinion, The CBRT announced to practice "the explicit inflation targeting" approach by the beginning of 2006.

1 Giriş

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, para politikasının performansını arttırmak amacıyla oluşturulmuş operasyonel bir rejimdir. Bu yaklaşımın temel amacı enflasyonla başarılı bir şekilde mücadele etmektir. Merkez bankasına herhangi bir etki altında kalmadan para politikasını oluşturma ve yönlendirme özgürlüğü verildiği için başarı ve başarısızlıkta birinci derecede sorumludur.

Yıllardır yüksek enflasyonla mücadele etmek zorunda kalan Türkiye, bunu başarmak için farklı stratejiler denemiş ancak kalıcı ve istikrarlı çözüm üretememiştir. Yaşanan başarısızlıkların devamındaki yeni arayışlar sonucu Türkiye Enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçme kararı almıştır. Ancak ülkedeki siyasi ve ekonomik istikrarsızlık yanında alt yapının yetersiz oluşu buna imkân vermemiş ve Türkiye 2001-2005 yılları arası bu stratejiye yönelik gerekli koşulları oluşturabilmek amacıyla yoğun bir çaba harcamıştır. 2006 yılından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçtiğini ilan etmiştir.

Bu bağlamda, bu çalışmada önce enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi sonrasında ise Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçiş çabaları ele alınacak ve son olarakta enflasyon hedeflemesinin uygulama süresi ve bu güne kadarki sonuçları incelenecektir.

2 Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Genel Çerçevesi

Enflasyon, ekonomik, sosyal ve siyasi yapıyı tahrip eden ciddi bir sorundur. Ülkeler tarihsel süreçte, yıllarca bu sorunla mücadele etmeye çalışmışlar ve sürekli farklı yaklaşımlar geliştirmişlerdir (Debelle, vd, 1998). Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak para politikasının yönetilmesinde döviz kuru çapasının veya bazı parasal büyüklüklerin ara hedef olarak kullanılmasındaki zorluklar ve istenilen sonuçların elde edilememesi pek çok gelişmiş ülkenin enflasyon hedeflemesi olarak bilinen bir para politikası yaklaşımını benimsemesine neden olmuştur (Masson, vd, 1997).

Bu yaklaşım, ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmış onu 1991 yılında Kanada ve 1992 yılında da İngiltere takip etmiştir (Gosselin, 2007). İlk başlarda gelişmiş ülkeler tarafından uygulansa da elde edilen başarılar daha sonra gittikçe artan sayıda gelişmekte olan ülkenin de bu yaklaşıma yönelmesine yol açmıştır (Roger, 2009). Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının bu kadar geniş kabul görmesinin nedeni doğru zamanda doğru yerde olmasıdır denilebilir (Frankel, 2012).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, para politikası kararlarının enflasyonun bazı ölçümleri için sayısal bir hedefin ya da hedef aralığının açık bir şekilde ilan edilmesi ve tüm para politikası araçlarının bu hedefin gerçekleştirilmesine yönelik olarak formüle edilmesi temel prensiptir (Dennis, 2010). Başarılı olabilmek için amaç bağımsızlığı bir zorunluluk değildir. Ancak merkez bankası kullanacağı araç setini oluşturmada özgür olmalıdır (Croce and Khan, 2000). Merkez bankası enflasyonun gelecekteki rotası hakkında tahminlerde

bulunur; tahmin hedef enflasyon oranıyla karşılaştırılır; tahminle hedef arasındaki fark para politikasının ne şekilde ayarlanması gerektiğini belirler. Bu yaklaşımı uygulayan ülkeler merkez bankasının uyguladığı diğer klasik yöntemlerle karşılaştırdığı zaman, para politikasının tasarımının ve performansının daha etkili olduğuna inanmaktadırlar (Debelle, 1997). Eğer merkez bankasının gerçekte enflasyonu kontrol edememe olasılığı varsa o zaman enflasyon hedeflemesi yarardan çok zarar verebilir. Bu yaklaşıma geçişte merkez bankasının maliye politikasıyla koordinasyonu sağlayabilmeli ve piyasa eğilimlerini tersine çevirebilecek kabiliyete sahip olmalıdır (Sims, 2003).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının temel unsurları şu şekilde ifade edilebilir (Mishkin, 1999):

- Enflasyon için orta vadeli rakamsal hedeflerin halka ilanı
- Enflasyon hedefinin başarılabilmesi için para politikasının uzun dönem birincil hedefi olarak fiyat istikrarının kurumsal olarak taahhüt edilmesi
- Para politikası uygulayıcılarının hedefleri ve planları hakkında piyasalar ve halkla iletişim şeffaflığının artırılması
- Hedeflenen enflasyon oranının başarılanmasında Merkez bankasının bağımsızlığının ve sorumluluğunun artırılması
- Para politikası araçlarının belirlenmesinde pek çok değişkeni kapsayan bilgi içerikli bir strateji oluşturulması

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı özellikle yüksek düzeyde şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeyi ile karakterize edilebilir. Merkez bankası, uygulama sürecinde kamuoyunu basın ve yayın araçları yoluyla düzenli olarak bilgilendirmelidir (Svensson, 1998a). Bu merkez bankasının kredibilitésinin artırılması açısından önemlidir. Aslında, tüm para politikası yaklaşımlarında merkez bankasının kredibilitésinin artırılması düşüncesi vardır. Ancak bu, enflasyon hedeflemesi yaklaşımının en önemli unsurlarından birisidir (Bleich, vd, 2012).

Sayısal enflasyon hedefi bir nokta hedef şeklinde ya da hedef aralığı şeklinde olabilir. Uygulama sürecinde bazı ülkelerin nokta hedef bazılarının ise hedef aralığı kullandığı görülmektedir (Svensson, 1998b). Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir takım ülkeler nokta hedef kullanmakta ancak bu hedef etrafında her iki yönde simetrik olarak belirsizlik aralığı belirlemektedir (Svensson, 2010a). Bu, hedef aralığıyla karıştırılmamalıdır. Belirsizlik aralığı enflasyonun nokta hedeften hangi büyüklükte sapma göstermesi durumunda merkez bankasının hesap verebilirlik mekanizmasının devreye gireceğini gösteren bir sınırdır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının, ülkelerin ekonomik performansları üzerine etkileriyle ilgili yapılan ampirik çalışmaların bu yaklaşımı destekler nitelikte sonuçlar ortaya koyabildiği söylenebilir. Ülkelerin enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçtikten sonra, enflasyon düzeyi, enflasyonda oynaklık ve faiz oranlarının düştüğü görülmektedir (Mishkin, and Hebbel, 2007). Ancak, buna ilave olarak bu yaklaşımın, istihdam, üretim düzeyi ve gelir dağılımı etkisiyle ilgili gerçek maliyeti hakkında çelişkili tahminler ve farklı görüşlerde vardır (Epstein and Yeldan, 2008).

Para politikası stratejilerinin kural ya da takdir olarak sınıflandırılması para ekonomisinin tarihinde ve bu günkü tartışmalarda önemli bir konudur. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, bazı iktisatçılar tarafından kurala bağlı bir politika olarak kabul edilip eleştirilse de önemli ölçüde politik takdir unsurları da içerdiği söylenebilir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi yaklaşımını "sınırlanmış takdir" olarak tanımlamak daha doğru olacaktır (Mishkin, 2001).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının, 2007 yılında ortaya çıkan küresel finansal krize kadar başarılı bir uygulama süreci yaşadığı görülmektedir. Ancak, kriz sonrasında performansında ciddi yetersizlikler olduğu konusunda ithamlara maruz kalmıştır. Bu eleştiriler doğrultusunda gerçekleştirilen bazı değişiklikler sonrası yaklaşım daha esnek hale getirilmeye çalışılmıştır (Kuttner and Posen, 2011). Esnek enflasyon hedeflemesi olarak isimlendirilen bu yeni yorumda para politikası orta ve uzun dönem fiyat istikrarını gözetirken aynı zamanda reel ekonominin istikrarını da hedeflemektedir (Svensson, 2010b).

3 Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Türkiye'deki Uygulama Süreci

Ekonomi politikalarının nihai amacı ekonomik refahı arttırabilmektir. Ekonomik refahın arttırılabilmesi için sürdürülebilir istihdam artışının ve sürdürülebilir büyümenin sağlanabilmesi gerekir. Bunun gerçekleştirilebilmesi ekonomik istikrarın sağlanmasıyla mümkündür. Ekonomik istikrarın ön koşulu ise fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı paranın alım gücünün korunması ya da ihmal edilebilir düzeyde düşük bir enflasyon oranı olarak tanımlanmaktadır. Türkiye yaklaşık 30 yıllık bir süreçte sürekli yüksek ve kronik enflasyon sorunuyla yani fiyat istikrarsızlığıyla mücadele etmek zorunda kalmış ve bu amaçla pek çok istikrar programı uygulamıştır.

Bu programlardan bir tanesi de 1999 yılında yürürlüğe giren ve IMF tarafından da desteklenen kur çapasına dayalı istikrar programıdır. Programda döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması planlanmış ve Türk Lirasının 1 ABD Doları ile 0,77 Euro'dan oluşan bir para sepetine endekslenmesi kararlaştırılmıştır. Ancak 2000 yılı Kasım ayında Türkiye'de meydana gelen krizde enflasyondaki inişin beklendiği kadar hızlı olmaması reel kurun değerlendirilmesine yol açmış ve yapısal önlemlerin hızlı bir şekilde gerçekleştirilememesi, uygulanan sıkı

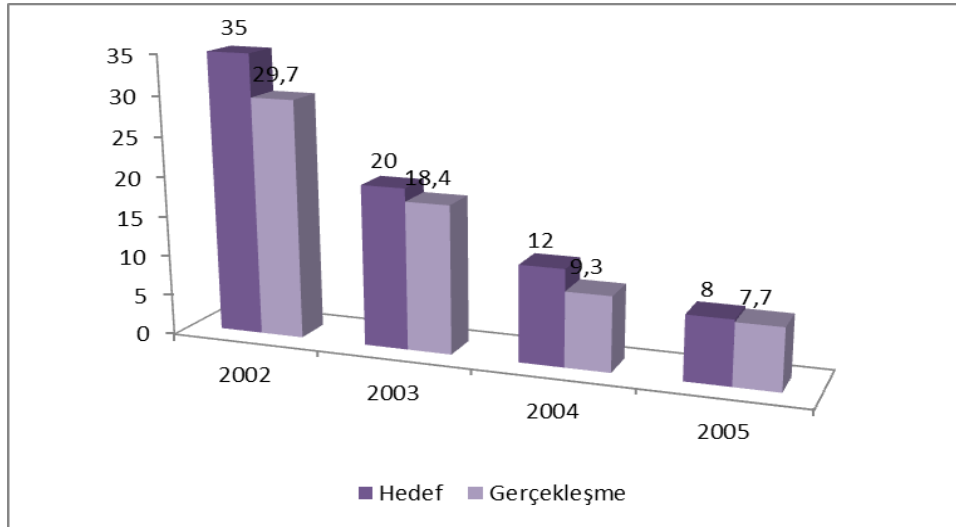
para politikalarına karşı programa karşı güven kaybına neden olmuştur (Çelik, vd, 2006). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 22 Şubat 2001 tarihinde yapmış olduğu açıklamada programa olan güvenin kaybolmuş olması nedeniyle sürdürülmesinin mümkün olmadığını açıklamıştır (TCMB, 2004).

2001 Şubat dönemi sonunda yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen güçlü ekonomiye geçiş programı ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizildiği görülmektedir. Bu bağlamda, ilk önce, 14.01.1970 tarihli ve 1211 sayılı TCMB Kanununun 4.maddesi 25.04.2001 tarih ve 4651'nolu kanunla "Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler" şeklinde değiştirilerek fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi tek ve öncelikli hedef haline getirilmiştir (HDTM, 2001).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki uygulama sonuçlarının olumlu olması TCMB'yi etkilemiş ve banka 2002 yılı başında para politikasında nihai hedefinin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu açıklamıştır. Türkiye'de enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, enflasyon hedeflemesine geçiş süreci(2002-2005), açık enflasyon hedeflemesine geçiş ve kriz öncesi uygulama süreci (2006 -2008) ve Küresel finansal kriz sonrası enflasyon hedeflemesi yaklaşımının yeniden yapılandırılması (2008 sonrası) olarak üç kısma ayrılabilir.

3.1 Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Süreci: Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-2005)

Türkiye 2001 yılında yaşadığı tarihinin en derin krizi sonrası, uzun yıllar kronikleşmiş bir sorun olan enflasyonu çözmek için enflasyon hedeflemesi yaklaşımı uygulama kararı almıştır. Ancak, bu yaklaşıma geçmek için gerekli koşulların Türkiye'de henüz sağlanamamış olması nedeniyle önce mali baskınlık ya da kamu borcu baskınlığı, dolarizasyon ve kurumsal yapının geçiş sürecine ihtiyaç duyması gibi para politikasını kısıtlayan unsurların ortadan kaldırılmasına ve bu sağlanıncaya kadar da "örtük enflasyon hedeflemesi" uygulanmasına karar vermiştir. Aksi takdirde yaklaşıma olan güvenin sarsılacağı açıktır. Bu doğrultuda, kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadele de etkin bir araç olarak kullanılırken para tabanı da ek bir çapa olarak belirlenmiş ve bu yolla da enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır. 2002 yılı sonunda, emisyon, TL cinsinden zorunlu karşılıklar ve serbest mevduat toplamından oluşan para tabanının nominal milli gelir büyüme hızı kadar artması hedeflenmiştir (TCMB, 2002).

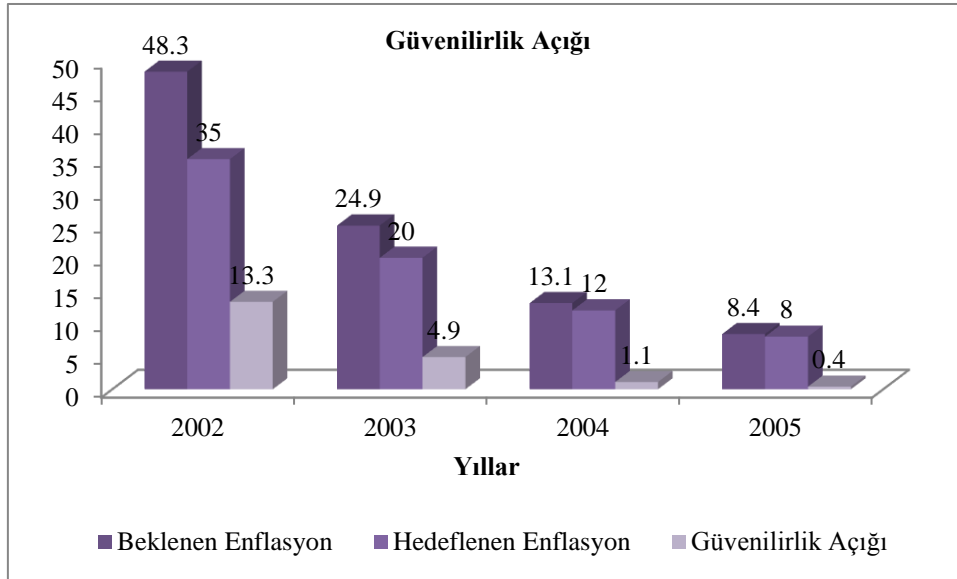


Grafik 1: Hedefler ve Gerçekleşmeler 2002-2005, Kaynak: A. Hakan Kara ve Musa Orak, Enflasyon Hedeflemesi, TCMB, Ekonomik Tartışmalar Konferansı

Bu bağlamda, kolay takip edilmesi, anlaşılması ve günlük yaşam maliyetlerini iyi ölçmesi nedeniyle enflasyon hedefi TÜFE olarak belirlenmiştir. Yıllık hedefinin, 2003 yılı temel alınarak TÜFE'nin yıllık yüzde değişimi olması kararlaştırılmıştır. Bekleyişleri yönlendirme de etkili olması nedeniyle enflasyon hedefi nokta hedef olarak seçilmiş ve enflasyon hedefi makroekonomik öngörülerle uyumu arttıracığı için üç yıllık patika çerçevesinde TCMB ve hükümet tarafından birlikte oluşturulmuştur. Ayrıca hedef etrafında ± 2 (%40) şeklinde bir belirsizlik aralığı belirlenmiştir. Ancak belirsizlik aralığı herhangi bir hedef olarak algılanmamalıdır (TCMB, 2005).

Uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi yaklaşımı çerçevesinde 2002-2005 yılları arasında enflasyon belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir (Grafik 1). Bu süreçte hedeflerin altında kalınması kamu da enflasyonda ki düşüşün süreceğine dair algılamaları da kuvvetlendirmiştir. Bu süreçte, dalgalı kur rejimine uyum artmış, mali disiplinin sürekliliği konusunda kaygılar hafiflemiş ve finansal piyasaların kırılabilirliği azalmıştır. Ayrıca, merkez bankasının bağımsızlığı konusunda da önemli mesafe alınmıştır (TCMB, 2005).

Ekonomik programın uygulanmasıyla enflasyon dinamiklerinde kalıcı ve belirgin iyileşmeler sağlanmış ve kronik enflasyon süreci son bulmuştur. 2002 yılı başında %70'lerin üzerinde olan TÜFE 2005 yılı sonunda %7.7'ye gerileyerek belirlenen %8'lik hedefin altında gerçekleşmiştir. Hedeflenen enflasyon ile enflasyon beklentileri arasındaki fark olarak ifade edilen güvenilirlik açığının 2002 yılı başında 13.3 puan iken 2005 yılında 0.4 puana gerilediği görülmektedir (Grafik 2).



Grafik 2: Güvenilirlik Açığı 2002-2005, **Kaynak:** Erdem Başçı, 74. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açış Konuşması, TCMB

Fiyat istikrarından taviz verilmesi yoluyla sağlanan büyümenin kalıcı olması mümkün değildir. Fiyat istikrarını sağlamak sağlıklı ve kalıcı bir büyümenin önündeki önemli bir engeli kaldırmak anlamına gelmektedir. Enflasyonla mücadelede gösterilen kararlılık ve doğru araçların seçimi 2002-2007 yılları arasında Türkiye'nin dünyada en hızlı büyüyen ülkelerden birisi olmasını sağlamıştır (Tablo 1).

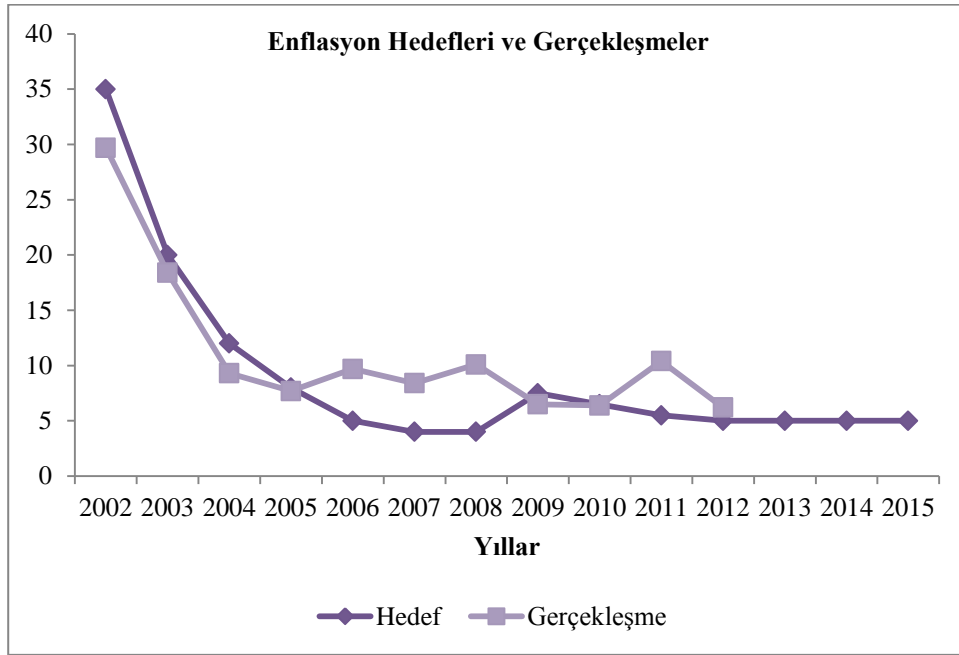
Dönemler	Ortalama Enflasyon	Ortalama Büyüme
1970-2001	%74.0	%3.0
2002-2006	%14.9	%7.5

Tablo 1: Türkiye'nin Ortalama Enflasyon ve Ortalama Büyüme Oranları 1970-2006, **Kaynak:** Erdem Başçı, Merkez Bankası ve Para Politikaları, Karadeniz Teknik Üniversitesi ve Beykent Üniversitesi, TCMB

3.2 Açık Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Uygulama Süreci: (2006-2008)

Uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi yaklaşımı sürecinde altyapıyla ilgili olumsuzlukların ortadan kaldırılması ve elde edilen başarı sonrasında, açık enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçilebilmesi için gerekli koşulların oluştuğu yönünde bir fikir oluşmasını sağlamıştır. Bu doğrultuda, merkez bankası 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçildiğini ilan etmiştir (TCMB, 2006). 5 Aralık 2005 tarihinde yayımlanan politika metninde enflasyon hedeflemesi yaklaşımının genel çerçevesi açıklanmış ve 2006 yılı sonu için yıllık hedef iki puanlık bir belirsizlik bandı içinde %5, 2007 ve 2008 yılları için %4 olarak belirlenmiştir (Grafik 3). Açık enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçilmesinden itibaren, enflasyon hedeflerinin, TÜFE'nin 12 aylık değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranları üzerinden 3 yıllık bir dönem için Hükümetle birlikte "nokta hedef" olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır (TCMB, 2008).

Dünya ekonomisinde hızlı değişmelerin ve dalgalanmaların yaşandığı bu dönemde Türkiye Ekonomisi de bir dizi şokla karşılaşmış ve 2006 yılı Mayıs ayından itibaren uluslararası sermaye koşullarında Türkiye'nin de dâhil olduğu gelişmekte olan ülkeler aleyhine önemli değişmeler ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra YTL'de meydana gelen yaklaşık %30'luk değer kaybı, gıda fiyatlarında kuraklıktan kaynaklanan sert artışlar ve finansal istikrarsızlıktan kaynaklanan güvensizlik ortamı Türkiye'de fiyatların yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin oldukça üzerine çıkmasına neden olmuştur (TCMB, 2008).



Grafik 3: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2015), Kaynak: TCMB

Önceden ilan edilen bu enflasyon hedeflerinin, yalnızca para politikasının kontrolü dışında ortaya çıkan unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar olabileceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda değiştirilmesi söz konusudur. Böyle bir durumda yeni hedefler TCMB ve Hükümet tarafından birlikte belirlenecektir. Geçici şoklar, enflasyon hedeflerini değil enflasyon tahminlerini değiştirecektir. Doğru para politikası, fiyat istikrarının sağlanmasında gerekli şarttır, ancak yeterli şart değildir. Fiyat istikrarına ulaşabilmesi için maliye politikalarında disiplinin sağlanması ve sürdürülmesi esastır (TCMB, 2005). Bu bağlamda, Enflasyonun hedefle uyumlu çizginin üzerine çıkması nedeniyle TCMB enflasyonun hedeften sapmasının nedenleri ve tekrar hedefe yönelmesiyle ilgili tedbirler hakkında hükümete yazdığı bir mektupla açıklanmış ve bu sürece ilişkin değerlendirmeler kamuoyuyla paylaşılmıştır. Bütün bu uygulamaların para politikasının iletişimini güçlendirdiği ve beklentilerin şekillenmesinde de önemli rol oynadığı söylenebilir (TCMB, 2005).

TCMB, 2007 yılında da para politikasını enflasyon hedeflemesi yaklaşımı çerçevesinde uygulamaya devam etmiştir. İlk üççeyrekte enflasyon rakamları oluşturulan belirsizlik aralığının içerisinde kalmış, yılın son çeyreğinde de enflasyon ise kuraklık nedeniyle gıda fiyatlarında ortaya çıkan artış ve küresel konjonktürden kaynaklanan nedenlerden olumsuz etkilenmiştir (TCMB, 2007).

3.3 Küresel Finansal Kriz Sonrası Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Yeniden Yapılandırılması (2008 sonrası)

Dünyada, 2007-2008 döneminde ortaya çıkan finansal dalgalanmanın kaynağı, ABD’de 2007 yılı Ağustos ayında başlayan mortgage krizidir (Tong and Wei, 2008). Bu kriz, Büyük Depresyondan bu güne kadar görülen en büyük şok haline gelmiş, finansal sistemin merkezindeki kurumlar ve piyasalar üzerinde ciddi hasarlara neden olmuştur (IMF, 2008). 2008 yılından itibaren oldukça hızlı bir şekilde yayılan küresel finansal kriz, sert ve sürekli belirsiz bir küresel durgunluğa neden olmuş, başta sanayileşmiş ülkeler olmak üzere birçok ülke resesyona girmiştir (IMF, 2009). Küresel finansal krizin geçmişte yaşanmış krizlerden en önemli farkı, klasik bir finans krizi olmaması karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünlerini kapsamasıdır. Türev ürünlerinin yüksek hacimli olması mali destek paketlerinin de daha önce görülmemiş boyutlara çıkarılmasına neden olmuştur (Yılmaz, 2009a). Bu süreç, küresel enflasyonda hızlı bir düşüşe neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerin tüketici fiyat enflasyonundaki gerileme eğilimi daha belirgin olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde de benzer bir düşüş eğiliminin olduğu dikkat çekmektedir.

Yaşanan bu süreçte, Türkiye’nin de dâhil olduğu gelişmekte olan ülkelerde risk algılaması belirgin bir şekilde bozulduğu için risk primleri yükselmiştir. 2008 yılı süresince, yurtiçi enflasyon oranı yoğun bir şekilde küresel ekonomik gelişmelerden etkilenmiştir (TCMB, 2009). Yaşanan gelişmeler, daha önce ilan edilen enflasyon hedeflerinin değiştirilme gerekliliği ortaya çıkarmış ve TCMB 3 Haziran 2008 tarihli açık mektupla Hükümet’e enflasyon hedeflerinin yenilenmesini önermiştir. Bu doğrultuda, 2009-2011 dönemi için yeni enflasyon hedefleri 2009 yılı sonu için %7.5, 2010 yılı sonu için %6.5 olarak değiştirilmiş ve 2011 yılı sonu için ise %5.5 olarak belirlenmiştir. Enflasyon hedeflerindeki bu değişikliğin parasal sıkılaştırma ile birlikte uygulanmasının sonraki dönemde enflasyon beklentilerinin kontrol edilebilmesine önemli bir katkıda bulunduğu söylenebilir (Yılmaz, 2009b).

Küresel krizin etkilerinin 2009 yılının üçüncü çeyreğinde azalarak ta olsa devam ettiği görülmektedir. Dış talepte meydana gelen hızlı daralma ve sıkılaştıran finansal koşulların etkisiyle iktisadi faaliyette belirgin bir gerilemenin ortaya çıktığı görülmektedir. Bu durum tüm dünya da olduğu gibi Türkiye’de de enflasyon oranları üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmuştur (Yılmaz, 2009c).

2010 yılında küresel ekonominin kademeli olarak toparlanmaya devam ettiği, bu sürecin gelişmiş ekonomiler de daha yavaş ve kırılabilir bir görünüm arz ederken gelişmekte olan ekonomilerde hızlı ve istikrarlı biçimde gerçekleştiği görülmektedir (TCMB, 2010). Küresel finans krizi sonrasında birçok ülkede para politikası, fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Gelişmiş ülkeler krizle birlikte orta çıkan bilanço sorunlarını çözmeye odaklanırken, gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarını ve bununla ilişkili makro finansal riskleri yönetmeye yönelik olarak daha kapsamlı politika çerçeveleri oluşturmaya çalışmışlardır (TCMB, 2011). Yaşanan küresel kriz sonrasında ortaya çıkan gelişmelerin Merkez Bankalarını yeni politika arayışlarına ittiği söylenebilir. Bu çerçevede TCMB’de 2010 yılının sonlarından itibaren para politikası yaklaşımını yeniden yapılandırmıştır. Bu yeni çerçeve dâhilinde fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da dikkate alan bir yapı söz konusudur (Şekil 1). TCMB, birden fazla amaca yönelik olarak uygulanan para politikasının gerektirdiği araç çeşitliliğini sağlamak amacıyla, politika faizinin yanı sıra likidite yönetimi, gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların bir arada kullanıldığı bir politika seti oluşturmuştur (Yılmaz, 2011a).



Şekil 1: TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları, **Kaynak:** A. Hakan Kara, *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Çalışma Tebliği*

TCMB, faiz koridoru sisteminin sağladığı esnekliği kullanarak dönem dönem ek parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bunun nedeni para politikası duruşunun sıkı olmasını sağlamaktır. TCMB bu sıkılaştırma dönemlerinde miktar ihalesi ile yaptığı fonlamayı azaltarak piyasaya sağlanan likiditenin ortalama maliyetini ciddi bir şekilde arttırmıştır (TCMB, 2012).

TCMB enflasyon hedeflemesi yaklaşımında yapmış olduğu yeni düzenleme çerçevesinde TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tutulabilmesi imkânının üst sınırını %40'tan %45'e yükseltmiştir. Bu düzenlemeyle TL zorunlu karşılıkların TL veya döviz cinsinden oluşturulmasındaki maliyet farkının azaltılması ve bankaların bunu likidite gereksinimleri doğrultusunda istedikleri şekilde kullanabilmeleri amaçlanmıştır (Başçı, 2012).

Merkez Bankası, 2012 yılında da enflasyon hedeflemesinin yanı sıra dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam etmiştir. Merkez Bankasının nominal ya da reel herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. Diğer taraftan, dalgalı kur rejimi uyguluyor olsalar da ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmak karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasına büyük katkı sağlamaktadır. Bu nedenle döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir. 2002 yılından itibaren Merkez Bankası toplam 76,2 milyar ABD doları net döviz alımı gerçekleştirmiştir. Söz konusu dönemde Merkez Bankası'nın döviz rezervleri de 73,3 milyar ABD doları artış göstererek 19,9 milyar ABD dolarından 93,2 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik 4) (TCMB, 2011).

2012 yılı hem makro finansal risklerin dengelenmesi anlamında hem de fiyat istikrarı konusunda önemli gelişmelerin yaşandığı bir dönem olmuştur. 2011 yılı sonunda %10.45 olan enflasyonun, maliyet ve talep baskılarının hafiflemesiyle, yıl boyunca aşağı yönlü bir eğilim sergileyerek bir önceki yıla göre 4,3 puan gerilediği görülmektedir. Bu dönemde orta vadeli enflasyon beklentilerinde de ciddi iyileşmeler görülmektedir. Yılsonu itibarıyla enflasyon %6,2 düzeyinde gerçekleşerek %3-7 arasındaki belirsizlik aralığı içerisinde kalmıştır (Başçı, 2013a). 2013-2014 yılları için olduğu gibi 2015 yılı enflasyon hedefi de Hükümetle koordineli olarak %5 olarak belirlenmiştir (Grafik 3), belirsiz aralığı önceki yıllarda olduğu gibi her iki yönde +/- 2 olarak korunmuştur (Başçı, 2013b).

Türkiye kriz öncesi döneme göre daha yüksek kredi notu alan birkaç gelişmekte olan ülkelerden biri olmuştur. Farkı yaratan çeşitli etkenlerden bir bileşimi olsa da kilit unsur ülkemizde aşırı borçlanma yaşanmamış olmasıdır (Yılmaz, 2011b).



Grafik 4: TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Altın Dâhil), **Kaynak:** TCMB, 2012 Yılında Para ve Kur Politikası

4 Sonuç

Tarihsel süreçte, ülkelerin yaşadıkları ekonomik sorunların üstesinden gelebilmek ve istikrarlı bir gelişme çizgisi yakalayabilmek amacıyla kendilerine farklı dönemlerde farklı nihai hedefler belirledikleri ve bu nihai hedeflere ulaşabilmek içinde farklı politika setleri oluşturdukları görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının, teorik olarak tüm koşullarının aynı anda sağlanabilmesi oldukça zordur. Ayrıca, ülkelerin ekonomik, sosyal ve siyasal yapılarındaki farklılıklar nedeniyle yaklaşıma uyumları, algılanmaları ve tepkileri de farklılıklar göstermektedir. Dolayısıyla, para politikası oluşturulurken tüm bunların dikkate alınması gerekir. Yaklaşım katı kurallar yerine küresel ve ülkelere özgü koşullarla şekillendirilmeli, beklenmedik olaylara tepki verebilecek ve kendisini uyumlaştıracak gerekli esnekliğe sahip olmalıdır.

Türkiye'nin 2006 sonrası yaşadığı deneyim enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçişte zamanlamanın büyük önem taşıdığını ortaya koymuştur. Özellikle yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde olan ve iktisat politikaları konusunda henüz yeterince itibar sağlamamış ülkelerde, enflasyon hedeflemesine geçişin ilk yıllarında olumsuz dışsal gelişmelerle karşılaşılması yaklaşımın güvenilirliğinin tesis edilmesini geciktirebilmektedir. Karşılaşılan bütün bu güçlükler rağmen, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi, bu yaklaşımın oldukça esnek ve koşullara çabuk uyum sağlayabilen bir para politikası yaklaşımı olduğunu göstermektedir.

Kaynakça

- Başçı, Erdem (2006), 74. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açış Konuşması, TCMB, 13 Nisan, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/74-2006-genelkurul.pdf>
- Başçı, Erdem (2007), Merkez Bankası ve Para Politikaları, Karadeniz Teknik Üniversitesi ve Beykent Üniversitesi, 22 Ekim, TCMB, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/ErdemBasci_Beykent.pdf
- Başçı, Erdem (2012), Küresel Finans Krizi Sonrasında TCMB Para Politikası, TCMB, 30 Mayıs, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Başçı, Erdem (2013a), 2013 Ocak Enflasyon Raporu Basın Toplantısı, TCMB, 29 Ocak, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Başçı, Erdem (2013b), 81. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, TCMB, 9 Nisan, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Bleich, Dirk, Ralf Fendel and Jan-Christoph Rülke (2012), "Inflation Targeting Makes the Difference: Novel Evidence on Inflation Stabilization", *Journal of International Money and Finance* **31**, pp. 1092-1105.
- Croce, Enzo and Mohsin S. Khan (2000), Monetary Regimes and Inflation Targeting, *Finance and Development*, September, Volume 37, Number 3, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/croce.htm>
- Çelik, Ali, vd. (2006) **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar Rasyolar ve Para Politikası Yazışmaları**, TCMB, Ankara, 2006.
- Debelle, Guy (1997) Inflation Targeting in Practice, March, WP/97/37, <http://www.imf.org>

- Dennis, Richard (2010), The Inflation in Inflation Targeting, FRBSF Economic Letter, 2010-17, June 7, <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2010/el2010-17.html>
- Debelle, Guy, Paul Masson, Miguel Savastano and Sunil Sharma (1998), Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy, IMF Economic, Issues No.15, October, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/>
- Epstein, Gerald and A. Erinċ Yeldan (2008), "Inflation Targeting Employment Creation and Economic Development: Assessing The Impacts and Policy Alternatives", *International Review Of Applied Economics*, Vol.22, No.2, pp. 131-144
- Frankel, Jeffrey (2012), The Death of Inflation Targeting, Project Syndicate, 19 May, <http://www.project-syndicate.org/print/the-death-of-inflation-targeting>
- Gosselin, Marc_Andre (2010), Central Bank Performance Under Inflation Targeting, Working Paper\ Document de Travail, 2007-18, Bank of Canada, <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/03/wp07-18.pdf>
- HDTM (2001), **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Politika Metinleri**, TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Ankara, Cilt I, Eylül, s. 220.
- IMF (2008), World Economic Outlook, April, <http://www.imf.org>
- IMF (2009), The Implications of Global Financial Crisis for Low-Income Countries, March, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/092809.pdf>
- Kara A. Hakan ve Musa Orak (2008), Enflasyon Hedeflemesi, TCMB, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, İstanbul, 10 Ekim, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Kara, A. Hakan (2012), Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Çalışma Tebliği, No:12\17, TCMB, Haziran, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Kuttner, Kenneth N. and Adam S. Posen (2011), How Flexible Can Inflation Targeting be and Still Work?, Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series, WP 11-15, September, <http://www.iie.com/publications/wp/wp11-15.pdf>
- Masson, Paul R., Miguel A. Savastano and Sunil Sharma (1997), The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries, IMF Working Paper, October, WP\97\130, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97130.pdf>
- Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics* 43, pp. 579-605
- Mishkin, Frederic S. (2001), From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries, Policy Research Working Paper 2684, The World Bank Financial Sector Strategy and Policy Department, October, <http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/>
- Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt_Hebbel (2007), Does Inflation Targeting Make a Difference?, NBER Working Paper 12876, January, <http://www.nber.org/papers/W12876>
- Roger, Scott (2009), Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges, IMF Working Paper, October, WP\09\236, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09236.pdf>
- Sims, Christopher A. (2003), Limits to Inflation Targeting, March 17, <http://sims.princeton.edu/yftp/Targeting/TargetingFiscalPaper.pdf>
- Svensson, Lars E. O. (1998a), Open_Economy Inflation Targeting, Cambridge, May, NBER Working Paper 6545, <http://www.nber.org/papers/W6545>
- Svensson, Lars E. O. (1998b) Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule, Seminar Paper No. 646, Conference on Monetary Policy Rules, Stockholm, June 12-13, <http://ideas.repec.org/p/hhs/iie-ssp/0646.html>
- Svensson, Lars E. O. (2010a), Inflation Targeting, NBER Working Paper No.16654, December, <http://www.nber.org/paper/w16654.pdf>
- Svensson, Lars E. O. (2010b), Inflation Targeting After the Financial Crisis, Speech by Prof Lars E. O. Svensson, Deputy Governor of the Sveriges in the Context of Financial Crisis, Mumbai, 12 February, BIS Review 16/2010, <http://www.bis.org/review/r100216d.pdf>
- TCMB (2002), 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, Basın Duyurusu, Sayı: 2002-1, 2 Ocak, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2004), 2005 Yılında Para ve Kur Politikası, Sayı: 2004-59, 20 Aralık, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2005), Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, TCMB, Sayı:2005-56, 5 Aralık, <http://www.tcmb.gov.tr>

- TCMB (2006), 2007 Yılında Para ve Kur Politikası, 13 Aralık, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2007), 2008 Yılında Para ve Kur Politikası, 18 Aralık, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2008), 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, 16 Aralık, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2009), Enflasyon Raporu-I, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2010), 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, 21 Aralık, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2011), 2012 Yılında Para ve Kur Politikası, TCMB, 27 Aralık, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB (2012), Enflasyon Raporu 2012-II, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Tong, Hui and Shang-Jim Wei (2008), Real Effects of Subprime Mortgage Crisis: Is it a Demand or a Finance Shock?, NBER Working Paper 14205, <http://www.imf.gov.tr>
- Yılmaz, Durmuş (2009a), Küresel Kriz Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları, TCMB, 4 Mart, İstanbul, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Yılmaz, Durmuş (2009b), 77. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, TCMB, 14 Nisan, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Yılmaz, Durmuş (2009c), 2009 Ekim Enflasyon Raporu Basın Toplantısı, TCMB, 27 Ekim, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Yılmaz, Durmuş (2011a), 2011 Ocak Enflasyon Raporu Basın Toplantısı, TCMB, 25 Ocak 2011, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Yılmaz, Durmuş (2011b), “Küresel Ekonomide Beklentiler” Değişim Liderleri Zirvesi, TCMB, 15 Mart, İstanbul, <http://www.tcmb.gov.tr>